

# 建筑装饰

## 聚焦基本面优质品种，关注 PPP 政策明晰的促进效应

**2月社融低于预期，但1-2月环比趋势仍好，维持基建温和复苏判断。**本周央行公布2月新增社融7030亿元（同比少增4847亿元），1-2月新增社融合计5.31万亿元（同比多增1.05万亿元）。其中，与基建关联性较强的细分项目中，企业债券1-2月同比多增3740亿元、地方政府专项债同比多发2751亿元，地方政府与平台发债均有明显加快。但对非金融性公司中长期贷款1-2月合计少增758亿元（假设去年基数无调整），在目前银行信贷供给充裕的环境下，反映出实体经济贷款需求有所不足的问题。此外，委托贷款与信托贷款合计1-2月合计同比多减550亿元（假设去年基数无调整），也表明目前影子银行改善仍不明显。总体来看，虽然2月社融明显低于市场预期，但考虑春节扰动因素，1-2月合计来看趋势仍好，结合前期新开工调研情况，我们维持基建温和复苏的判断。后续看点主要是监管是否能更为明晰或边际放松，以促进基建有效需求进一步加快释放。

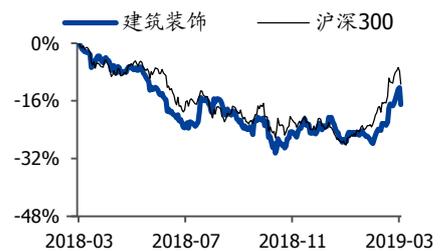
**政府工作报告基建相关目标符合预期，关注“降低资本金比例”对基建投资能力的扩充作用。**2019年政府工作报告提出积极财政要加力提效，全年赤字率拟按2.8%安排（去年为2.6%），全年新增地方政府专项债限额2.15万亿元（去年为1.35万亿元），符合市场此前预期。同时报告要求合理扩大有效投资，全年完成铁路投资8000亿元（去年为7320亿元）、公路水运投资目标1.8万亿元（去年为1.8万亿元）等目标，再开工一批重大水利工程，加快川藏铁路规划建设，符合预期。与去年相比，“有序推进政府与社会资本合作（PPP）”在2018年空缺PPP相关内容后重新提出，体现了管理层对经历规范整顿后的PPP持支持鼓励态度。“适当降低基础设施等项目资本金比例”的全新提法超出预期，值得充分重视，在目前资本金短缺的环境下，适当降低项目资本金比例能有效扩大投资能力，提升相关企业潜在业务空间，基建板块向上趋势明确。

**财金10号文明确规则细节促PPP发展，鼓励民企与融资支持增强行业信心。**本周财政部外发《关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金10号文），明确合规PPP执行标准与违规情况，厘清PPP与地方隐性债务关系，明确政府付费类项目实施条件，并在民资及外资参与，项目股权融资与盘活存量资产方面给予大力支持。其中，以下几点尤为重要：**1）进一步厘清了PPP与政府隐性债务的关系：**10号文明确列出了几种PPP属于隐性负债的情况，其核心标准是政府支出责任未与项目绩效挂钩，或政府为PPP项目融资担保；同时，10号文也明确指出，符合条件的PPP项目形成的政府支出事项，以公众享受符合约定条件的公共服务为支付依据，是政府为公众享受公共服务提供运营服帖形成的经常性支出（即不是地方隐性债务）。**2）明确了开展政府付费类项目的前提条件：**财政支出责任超过一般公共预算支出5%的地区不可新上政府付费项目（意即未超过5%的地区还可新上政府付费类项目）。**3）采取实际措施支持民资参与PPP、改善融资：**同等条件下对民企参与项目给予优先支持，并且将研究完善中国PPP基金绩效考核办法，对投资民营企业参与项目作为重要考核指标，加大对于民营社会资本的支持力度。引导保险资金、中国PPP基金加大项目股权投资力度，拓宽项目资本金来源。鼓励通过股权转让、资产交易、资产证券化等方式，盘活项目存量资产，丰富社会资本进入和退出渠道。**从行业整体来看，**财金10号文肯定方向、明晰细节、支持民企、强化信心，有利于促进当前PPP加快发展。结合当前信用趋于扩张、资金成本下降的环境下，预计今年PPP行业将逐步迎来复苏。**从个股基本面看，**我们认为今年将持续分化，部分前期陷入债务困境的企业仍需1-2年通过股权融资或业务动态收缩回笼资金来降低负债率、修复资产负债表，这些公司的盈利规模目前具有不确定性，未来市值将随盈利规模的逐步明确而重新定价；而前期资金充足、业务合规稳健的公司有望在行业复苏期内实现快速成长，首推**龙元建设**。

**设计公司盈利能力突出，现金流常年为正，成长性持续优异。**2018年设计

增持（维持）

### 行业走势



### 作者

分析师 夏天

执业证书编号：S0680518010001

邮箱：xiatian@gszq.com

分析师 杨涛

执业证书编号：S0680518010002

邮箱：yangtao1@gszq.com

分析师 何亚轩

执业证书编号：S0680518030004

邮箱：heyaxuan@gszq.com

### 相关研究

- 1、《建筑装饰：财金10号文点评：明确细节促发展，鼓励民企强信心》2019-03-09
- 2、《建筑装饰：基建新开工态势良好，关注PPP、一带一路预期再提升机会》2019-03-03
- 3、《建筑装饰：三省设计龙头与城投调研总结：基建趋势向上，设计龙头成长性优异》2019-02-24



龙头公司普遍继续表现出较强盈利能力，本周中设集团发布 2018 年报实现 34% 较快业绩增速，此前苏交科及设研院发布 2018 年业绩快报均实现 31% 增速，设计总院 2018 年业绩预增 40% 至 60%。同时轻资产模式致设计公司常年现金流为正，近期政策要求开展专项清欠民企账款活动，民营设计公司长期限应收账款将加快回收，现金流有望进一步改善。当前上市设计公司大力拓展省外市场，借助上市、品牌、资质及过往业绩优势致力于成为全国性设计企业，通过设立分公司、收购资质及团队拓展市政、铁路轨交、水运及环保等设计领域，并从设计出发向下游 EPC 等业务领域延伸，有望展现较好成长性。作为产业链最前端，设计板块不仅受益于当前基建稳增长，且中长期受益于行业市占率提升，具有成长属性及极佳现金流，目前板块 19 年估值 12-13 倍仍处历史低位，为配置优选品种。

**一带一路峰会及国改预期有望催化国际工程板块，行业龙头估值仍处历史低位。** 尽管过去两年随着部分海外项目遭受一些挫折，但我国推进一带一路建设的努力并没有停步，相关公司海外业务不断推进，而经过过去两三年激烈竞争以及暴露相关风险后，相关企业对海外市场也更加理性与谨慎，海外市场环境有望趋于改善。本周全国两会记者会上，发改委表示将稳步扩大签署“一带一路”文件签署范围，携手办好四月份第二届“一带一路”高峰论坛，同时在加大国企混改方面，今年将推出第四批 100 家以上的混改试点，国际工程公司及所属集团普遍列入央企改革试点与国改“双百行动”名单，板块关注度有望持续提升。我们认为当前国际工程板块仍存一定预期差，尤其是股价经历大幅下跌后目前平均 19 年 10 倍左右市盈率的估值仍低，重点推荐板块龙头**中工国际**，其他国际工程相关标的可关注**北方国际**、**中材国际**及**中钢国际**。

**投资策略：**随着周五市场大幅回调、2 月社融低于预期，前期市场单边上涨环境下高涨的风险偏好短期预计将明显降低，当前选股宜更重视基本面。现阶段我们重点推荐：1) 价值显著、具有弹性的**上海建工**（19 年 PE10X，受益长三角一体化）；2) 成长性良好的设计龙头**苏交科**（19 年 PE13X）、**中设集团**（19 年 PE13X）；3) 受益于市场利率下降、PPP 政策明晰的**龙元建设**（19 年预计增长 30%+，PE9X，子公司杭州瓏云英翼持有科创板拟上市企业航宇科技 25% 股份）。客观来看，虽然 2 月社融低于预期，1-2 月社融、贷款环比均趋于改善，结合较好的新开工情况，我们认为基建仍处温和复苏的趋势上，前期板块涨幅居后，仍具有较强性价比，继续看好建筑央企，重点推荐**中国铁建**（19 年 PE7.0X）、**中国交建**（19 年 PE7.8X）、**中国建筑**（19 年 PE6.1X）。

**风险提示：**政策变化或执行力度不及预期风险，信用风险，项目执行风险，应收账款风险，海外经营风险等。

### 重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
600170	上海建工	买入	3.72	0.29	0.31	0.37	0.41	12.8	12.0	10.0
300284	苏交科	买入	12.02	0.57	0.75	0.94	1.16	21.0	16.0	12.8
603018	中设集团	买入	20.83	0.95	1.23	1.54	1.84	22.0	16.9	13.6
600491	龙元建设	买入	7.31	0.40	0.61	0.80	1.04	18.4	11.9	9.2
601186	中国铁建	买入	11.06	1.18	1.40	1.58	1.85	9.4	7.9	7.0
601800	中国交建	买入	12.85	1.27	1.39	1.55	1.71	10.1	9.2	8.3
601668	中国建筑	买入	6.03	0.78	0.90	0.99	1.08	7.7	6.7	6.1

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

## 内容目录

本周核心观点 .....	4
行业周度行情回顾 .....	4
行业动态分析 .....	5
风险提示 .....	11

## 图表目录

图表 1: 建筑装饰行业行情及整体估值情况 .....	4
图表 2: 申万建筑装饰三级行业周涨跌幅 .....	5
图表 3: 周个股涨跌幅前五 .....	5
图表 4: 2018 年初至今社融月度增量拆分 .....	6
图表 5: 2018 年初至今金融机构新增贷款月度增量拆分 .....	6
图表 6: 2018 年地方政府新增一般债券及新增专项债券月度发行情况 (亿元) .....	6
图表 7: 2018 年初至今城投债发行额与净融资额情况 .....	7
图表 8: 金融机构月度新增人民币贷款及新增中长期贷款占比 .....	7
图表 9: 2018 年与 2019 年政府工作报告投资相关表述对比 .....	8
图表 10: 园林 PPP 公司资产负债相关情况 .....	9
图表 11: 重点设计公司估值情况 .....	10
图表 12: “一带一路” + “国改” 标的梳理 .....	10
图表 13: 一带一路指数 PE (ttm) 走势图 .....	10
图表 14: 重点国际工程公司估值情况 .....	11

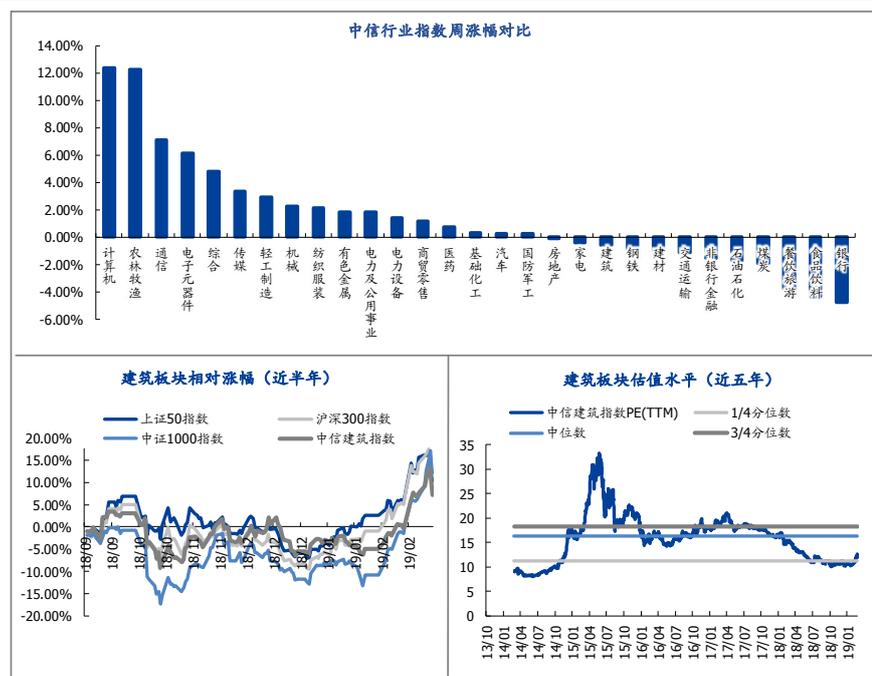
## 本周核心观点

随着周五市场大幅回调、2月社融低于预期，前期市场单边上涨环境下高涨的风险偏好短期预计将明显降低，当前选股宜更重视基本面。现阶段我们重点推荐：1) 价值显著、具有弹性的上海建工 (19年PE10X, 受益长三角一体化); 2) 成长性良好的设计龙头苏交科 (19年PE13X)、中设集团 (19年PE13X); 3) 受益于市场利率下降、PPP政策明晰的龙元建设 (19年预计增长30%+, PE9X, 子公司杭州璨云英翼持有科创板拟上市企业航宇科技25%股份)。客观来看，虽然2月社融低于预期，1-2月社融、贷款环比均趋于改善，结合较好的新开工情况，我们认为基建仍处温和复苏的趋势上，前期板块涨幅居后，仍具有较强性价比，继续看好建筑央企，重点推荐中国铁建 (19年PE7.0X)、中国交建 (19年PE7.8X)、中国建筑 (19年PE6.1X)。

## 行业周度行情回顾

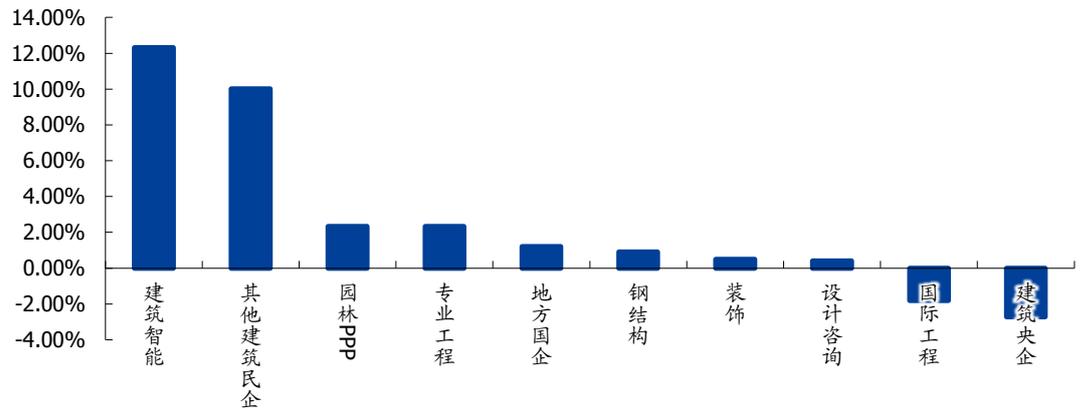
本周29个A股中信一级行业中，涨跌幅前三的分别为计算机(12.36%)，农林牧渔(12.26%)，通信(7.13%); 涨跌幅后三的分别为银行(-4.74%)，食品饮料(-4.32%)，餐饮旅游(-3.77%)。建筑板块下跌0.59%，周涨幅排在中信一级行业指数第20名，相较上证综指/沪深300指数/创业板指收益率分别为0.22%/1.87%/-6.11%。分子板块看，涨跌幅前三分别为建筑智能(12.30%)，其他建筑民企(10.01%)，园林PPP(2.34%); 涨跌幅后三分别为建筑央企(-2.72%)，国际工程(-1.82%)，设计咨询(0.41%)。个股方面，涨幅前三的分别为宁波建工(46.90%)，华体科技(41.89%)，达实智能(22.60%); 跌幅前三的分别为百利科技(-11.97%)，成都路桥(-6.30%)，森特股份(-6.00%)。

图表1: 建筑装饰行业行情及整体估值情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: 申万建筑装饰三级行业周涨跌幅



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 3: 周个股涨跌幅前五

涨幅排名	公司简称	周涨跌幅	跌幅排名	公司简称	周涨跌幅
1	宁波建工	46.90%	1	百利科技	-11.97%
2	华体科技	41.89%	2	成都路桥	-6.30%
3	达实智能	22.60%	3	森特股份	-6.00%
4	中铝国际	20.50%	4	三联虹普	-5.96%
5	云投生态	17.37%	5	西藏天路	-5.50%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 行业动态分析

**2月社融低于预期，但1-2月环比趋势仍好，维持基建温和复苏判断。**本周央行公布2月新增社融7030亿元（同比少增4847亿元），1-2月新增社融合计5.31万亿元（同比多增1.05万亿元）。其中，与基建关联性较强的细分项目中，企业债券1-2月同比多增3740亿元、地方政府专项债同比多发2751亿元，地方政府与平台发债均有明显加快。但对非金融性公司中长期贷款1-2月合计少增758亿元（假设去年基数无调整），在目前银行信贷供给充裕的环境下，反映出实体经济贷款需求有所不足的问题。此外，委托贷款与信托贷款合计1-2月合计同比多减550亿元（假设去年基数无调整），也表明目前影子银行改善仍不明显。总体来看，虽然2月社融明显低于市场预期，但考虑春节扰动因素，1-2月合计来看趋势仍好，结合前期新开工调研情况，我们维持基建温和复苏的判断。后续看点主要是监管是否能更为明晰或边际放松，以促进基建有效需求进一步加快释放。

图表4: 2018年初至今社融月度增量拆分

时间	单月新增社融	新增人民币贷款	新增委托贷款	新增外币贷款	新增信托贷款	新增未贴现银行承兑汇票	企业债券融资	非金融企业境内股票融资	地方政府专项债	存款类金融机构资产支持证券	贷款核销
2018-01	30793	26850	-714	266	455	1437	1222	500	0	-137	320
2018-02	11894	10199	-750	86	660	106	644	379	108	-146	261
2018-03	15848	11425	-1850	139	-357	-323	3536	404	662	387	1234
2018-04	17761	10987	-1481	-26	-94	1454	4047	533	808	821	259
2018-05	9518	11396	-1570	-228	-904	-1741	-382	438	1012	377	479
2018-06	14877	16787	-1642	-364	-1623	-3649	1349	258	1019	272	1737
2018-07	12254	12861	-950	-773	-1192	-2744	2195	175	1851	123	176
2018-08	19391	13140	-1207	-344	-688	-779	3402	141	4106	501	377
2018-09	21691	14341	-1432	-670	-909	-548	382	272	7389	895	1615
2018-10	7420	7141	-949	-800	-1273	-453	1476	176	868	188	446
2018-11	15239	12302	-1310	-787	-467	-127	3127	200	-332	1157	729
2018-12	15898	9281	-2210	-702	-509	1023	3757	130	362	1503	2518
2019-01	46353	35668	-699	343	345	3786	4990	293	1088	0	0
2019-02	7030	7641	-508	-105	-37	-3103	805	119	1771	0	0

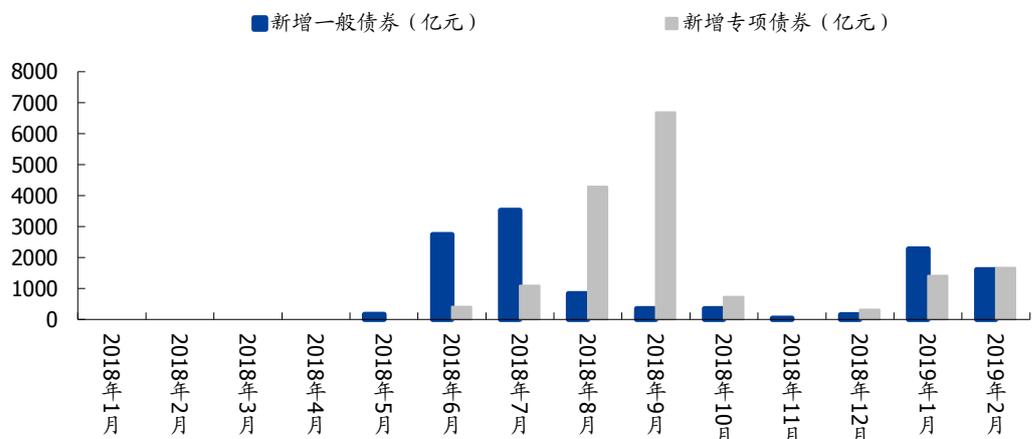
资料来源: 央行官网, 国盛证券研究所

图表5: 2018年初至今金融机构新增贷款月度增量拆分

时间	单月新增人民币贷款	短期贷款及票据融资	票据融资	中长期	居民户	居民户: 短期	居民户: 中长期	非金融性公司及其他部门	非金融性公司: 短期	非金融性公司: 中长期	非银行业金融机构
2018-01	29000	7203	347	19210	9016	3106	5910	17800	3750	13300	1862
2018-02	8393	164	-775	9805	2751	-469	3220	7447	1408	6585	-1795
2018-03	11200	2742	-119	8385	5733	2032	3770	5653	829	4615	-208
2018-04	11800	2501	23	8211	5284	1741	3543	5726	737	4668	685
2018-05	11500	3082	1447	7954	6143	2220	3923	5255	-585	4031	142
2018-06	18400	7908	2947	8635	7073	2370	4634	9819	2592	4001	1648
2018-07	14500	3121	2388	9451	6344	1768	4576	6501	-1035	4875	1582
2018-08	12800	4949	4099	7840	7012	2598	4415	6127	-1748	3425	-439
2018-09	13800	5975	1743	8109	7544	3134	4309	6772	1098	3800	-603
2018-10	6970	1837	1064	5159	5636	1907	3730	1503	-1134	1429	-268
2018-11	12500	4370	2341	7686	6560	2169	4391	5764	-140	3295	277
2018-12	10800	4129	3395	5055	4504	1524	3079	4733	-790	1976	1518
2019-01	32300	14009	5160	20969	9898	2930	6969	25800	5919	14000	-3386
2019-02	8858	243	1695	7353	-706	-2932	2226	8341	1480	5127	1221

资料来源: 央行官网, 国盛证券研究所

图表6: 2018年地方政府新增一般债券及新增专项债券月度发行情况(亿元)



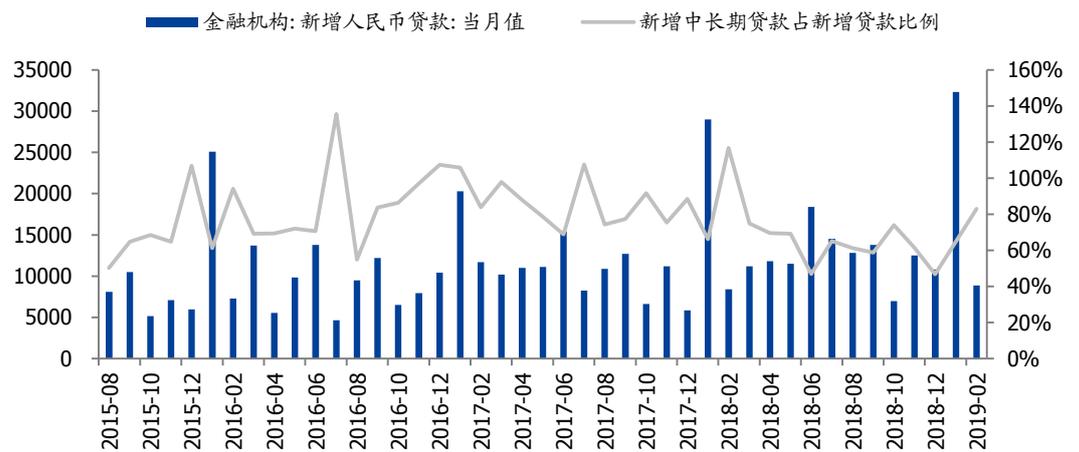
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 7: 2018 年初至今城投债发行额与净融资额情况

时间	城投债月度发行额 (亿元)	发行额同比 增速	城投债月度净融资 额(亿元)	净融资额同比增量 (亿元)
2018年1-2月	2,361.87	101.29%	419.10	935.40
2018年3月	3,364.28	118.90%	1,588.30	1,766.91
2018年4月	3,203.35	58.97%	1,050.69	311.59
2018年5月	1,023.50	49.35%	-663.34	-295.23
2018年6月	1,207.00	-31.02%	-406.67	-1,006.08
2018年7月	1,719.42	-29.88%	331.03	-1,099.87
2018年8月	2,545.81	-12.22%	679.71	-1,074.31
2018年9月	1,753.80	-20.46%	-52.14	-773.92
2018年10月	1,951.89	7.29%	567.37	-53.07
2018年11月	2,650.50	42.76%	1,267.30	1,042.75
2018年12月	2,966.54	104.08%	1,358.12	1,413.61
2019年1-2月	4,227.77	79.00%	1,820.56	1,401.47

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 8: 金融机构月度新增人民币贷款及新增中长期贷款占比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

政府工作报告基建相关目标符合预期，关注“降低资本金比例”对基建投资能力的扩充作用。2019 年政府工作报告提出积极财政要加力提效，全年赤字率拟按 2.8% 安排（去年为 2.6%），全年新增地方政府专项债限额 2.15 万亿元（去年为 1.35 万亿元），符合市场此前预期。同时报告要求合理扩大有效投资，全年完成铁路投资 8000 亿元（去年为 7320 亿元）、公路水运投资目标 1.8 万亿元（去年为 1.8 万亿元）等目标，再开工一批重大水利工程，加快川藏铁路规划建设，符合预期。与去年相比，“有序推进政府与社会资本合作（PPP）”在 2018 年空缺 PPP 相关内容后重新提出，体现了管理层对经历规范整顿后的 PPP 持支持鼓励态度。“适当降低基础设施等项目资本金比例”的全新提法超出预期，值得充分重视，在目前资本金短缺的环境下，适当降低项目资本金比例能有效扩大投资能力，提升相关企业潜在业务空间，基建板块向上趋势明确。

图表 9: 2018 年与 2019 年政府工作报告投资相关表述对比

项目	2018 年“两会”	2019 年“两会”
GDP 目标	6.5%左右	6% - 6.5%
赤字率	2.60%	2.80%
财政政策/货币政策	积极的财政政策取向不变, 要聚力增效; 稳健的货币政策保持中性, 要松紧适度。	积极的财政政策要加力提效; 稳健的货币政策要松紧适度。
铁路投资	7320 亿元	8000 亿元
公路水运投资	1.8 万亿元	1.8 万亿元
地方专项债券规模	1.35 万亿	2.15 万亿
政府与社会资本合作	--	有序推进政府和社会资本合作。
项目资本金	--	创新项目融资方式, 适当降低基础设施等项目资本金比例。

资料来源: 政府官网, 国盛证券研究所

**财金 10 号文明确规则细节促 PPP 发展, 鼓励民企与融资支持增强行业信心。**本周财政部外发《关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》(财金 10 号文), 明确合规 PPP 执行标准与违规情况, 厘清 PPP 与地方隐性债务关系, 明确政府付费类项目实施条件, 并在民资及外资参与, 项目股权融资与盘活存量资产方面给予大力支持。其中, 以下几点尤为重要: **1) 进一步厘清了 PPP 与政府隐性债务的关系:** 10 号文明确列出了几种 PPP 属于隐性负债的情况, 其核心标准是政府支出责任未与项目绩效挂钩, 或政府为 PPP 项目融资担保; 同时, 10 号文也明确指出, 符合条件的 PPP 项目形成的政府支出事项, 以公众享受符合约定条件的公共服务为支付依据, 是政府为公众享受公共服务提供运营服务形成的经常性支出 (即不是地方隐性债务)。 **2) 明确了开展政府付费类项目的前提条件:** 财政支出责任超过一般公共预算支出 5% 的地区不可新上政府付费类项目 (意即未超过 5% 的地区还可新上政府付费类项目)。 **3) 采取实际措施支持民资参与 PPP、改善融资:** 同等条件下对民企参与项目给予优先支持, 并且将研究完善中国 PPP 基金绩效考核办法, 对投资民营企业参与项目作为重要考核指标, 加大对于民营社会资本的支持力度。引导保险资金、中国 PPP 基金加大项目股权投资力度, 拓宽项目资本金来源。鼓励通过股权转让、资产交易、资产证券化等方式, 盘活项目存量资产, 丰富社会资本进入和退出渠道。**从行业整体来看,**财金 10 号文肯定方向、明晰细节、支持民企、强化信心, 有利于促进当前 PPP 加快发展。结合当前信用趋于扩张、资金成本下降的环境下, 预计今年 PPP 行业将逐步迎来复苏。**从个股基本面看,**我们认为今年将持续分化, 部分前期陷入债务困境的企业仍需 1-2 年通过股权融资或业务动态收缩回笼资金来降低负债率、修复资产负债表, 这些公司的盈利规模目前具有不确定性, 未来市值将随盈利规模的逐步明确而重新定价; 而前期资金充足、业务合规稳健的公司有望在行业复苏期内实现快速成长, 首推**龙元建设**。

图表 10: 园林 PPP 公司资产负债相关情况

公司简称	2018Q3 有息资产负债率	2018Q3 现金比率	(在手现金+短期理财) / 2017 年归母净利润
龙元建设	23.38%	0.14	6.80
普邦股份	15.84%	0.38	5.48
美尚生态	27.17%	0.42	4.89
诚邦股份	27.03%	0.42	4.24
东珠生态	0.00%	0.50	3.77
棕榈股份	29.92%	0.15	3.71
岭南股份	27.90%	0.21	3.43
大千生态	34.96%	0.23	2.72
丽鹏股份	22.39%	0.09	2.47
元成股份	28.48%	0.18	2.01
天域生态	19.87%	0.14	1.92
文科园林	17.41%	0.95	1.83
铁汉生态	37.83%	0.12	1.79
岳阳林纸	28.93%	0.14	1.61
绿茵生态	0.00%	0.55	1.24
美晨生态	25.11%	0.16	1.01
乾景园林	4.54%	0.14	0.99
杭州园林	3.29%	0.26	0.90
东方园林	15.24%	0.06	0.72
海南瑞泽	18.12%	0.07	0.55
蒙草生态	29.96%	0.06	0.46
花王股份	23.07%	0.04	0.35

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

设计公司盈利能力突出, 现金流常年为正, 成长性持续优异。2018 年设计龙头公司普遍继续表现出较强盈利能力, 本周中设集团发布 2018 年报实现 34% 较快业绩增速, 此前苏交科及设研院发布 2018 年业绩快报均实现 31% 增速, 设计总院 2018 年业绩预增 40% 至 60%。同时轻资产模式致设计公司常年现金流为正, 近期政策要求开展专项清欠民企账款活动, 民营设计公司长账龄应收账款将加快回收, 现金流有望进一步改善。当前上市设计公司大力拓展省外市场, 借助上市、品牌、资质及过往业绩优势致力于成为全国性设计企业, 通过设立分公司、收购资质及团队拓展市政、铁路轨交、水运及环保等设计领域, 并从设计出发向下游 EPC 等业务领域延伸, 有望展现较好成长性。作为产业链最前端, 设计板块不仅受益于当前基建稳增长, 且中长期受益于行业市占率提升, 具有成长属性及极佳现金流, 目前板块 19 年估值 12-13 倍仍处历史低位, 为配置优选品种。

图表 11: 重点设计公司估值情况

公司简称	EPS				PE			
	2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
苏文科	0.57	0.75	0.94	1.16	21.0	16.0	12.8	10.4
中设集团	0.95	1.26	1.65	2.13	22.0	16.5	12.6	9.8
设计总院	0.89	1.33	1.73	2.08	22.5	15.0	11.5	9.6
设研院	1.68	2.18	2.84	3.55	21.4	16.4	12.7	10.1

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

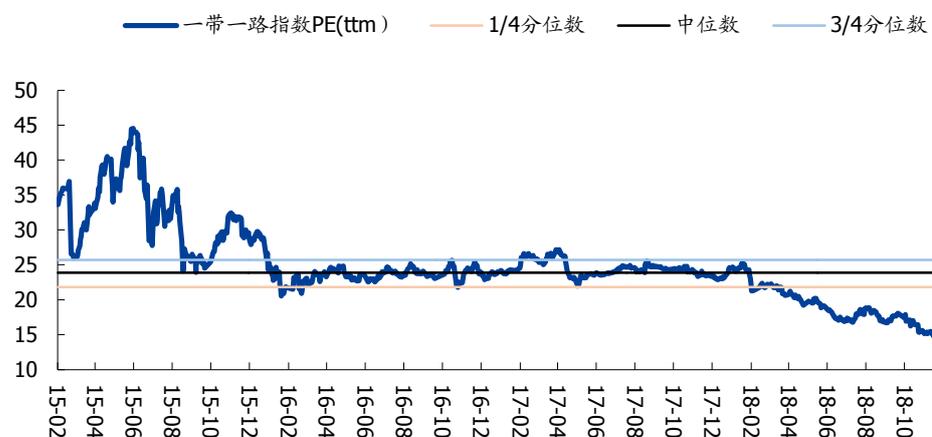
一带一路峰会及国改预期有望催化国际工程板块，行业龙头估值仍处历史低位。尽管过去两年随着部分海外项目遭受一些挫折，但我国推进一带一路建设的努力并没有停步，相关公司海外业务不断推进，而经过过去两三年激烈竞争以及暴露相关风险后，相关企业对海外市场也更加理性与谨慎，海外市场竞争环境有望趋于改善。本周全国两会记者会上，发改委表示将稳步扩大签署“一带一路”文件签署范围，携手办好四月份第二届“一带一路”高峰论坛，同时在加大国企混改方面，今年将推出第四批 100 家以上的混改试点，国际工程公司及所属集团普遍列入央企改革试点与国改“双百行动”名单，板块关注度有望持续提升。我们认为当前国际工程板块仍存一定预期差，尤其是股价经历大幅下跌后目前平均 19 年 10 倍左右市盈率的估值仍低，重点推荐板块龙头中工国际，其他国际工程相关标的可关注北方国际、中材国际及中钢国际。

图表 12: “一带一路”+“国改”标的梳理

名称	市值(亿元)	所属概念	备注
中工国际	145	国有资本投资运营 双百行动企业	母公司为国有资本投资公司试点;公司列入国资委国企改革双百行动企业;拟收购标的中工中元列入国资委国企改革双百行动企业
中成股份	37	国有资本投资运营	母公司为国有资本投资运营试点
中材国际	116	双百行动企业	公司列入国资委国企改革双百行动企业
中钢国际	62	双百行动企业	公司列入国资委国企改革双百行动企业

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 13: 一带一路指数 PE (ttm) 走势图



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 14: 重点国际工程公司估值情况

公司简称	EPS				PE			
	2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
中工国际	1.33	1.08	1.25	1.44	10.5	13.0	11.2	9.7
北方国际	0.65	0.77	0.89	0.98	14.4	12.1	10.6	9.6
中材国际	0.56	0.79	0.86	0.95	12.6	9.0	8.2	7.4
中钢国际	0.33	0.37	0.44	0.50	15.9	14.4	12.0	10.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

**投资策略:** 随着周五市场大幅回调、2月社融低于预期,前期市场单边上涨环境下高涨的风险偏好短期预计将明显降低,当前选股宜更重视基本面。现阶段我们重点推荐: 1) 价值显著、具有弹性的上海建工(19年 PE10X, 受益长三角一体化); 2) 成长性良好的设计龙头苏交科(19年 PE13X)、中设集团(19年 PE13X); 3) 受益于市场利率下降、PPP政策明晰的龙元建设(19年预计增长 30%+, PE9X, 子公司杭州璨云英翼持有科创板拟上市企业航宇科技 25%股份)。客观来看,虽然2月社融低于预期,1-2月社融、贷款环比均趋于改善,结合较好的新开工情况,我们认为基建仍处温和复苏的趋势上,前期板块涨幅居后,仍具有较强性价比,继续看好建筑央企,重点推荐中国铁建(19年 PE7.0X)、中国交建(19年 PE7.8X)、中国建筑(19年 PE6.1X)。

## 风险提示

政策变化或执行力度不及预期风险,信用风险,项目执行风险,应收账款风险,海外经营风险等。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼

邮编：100033

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com